

公司报告

招商证券(香港)有限公司
证券研究部

金山软件 (3888 HK)

游戏暂时疲弱, 等待18年下半年回升

■ 一季度收入高出市场共识1%, 摊薄每股核心盈利为0.1元人民币, 市场共识为0.09元人民币。由于低利润率的非游戏业务占比上升, 一季度毛利率从55.7% (17年四季度) 下滑至48.7%

■ 由于18年上半年游戏表现弱于预期, 我们分别下调18年预测收入和调整后盈利11%和28%。维持买入评级, 目标价下调至29.8港元

18年上半年稍作停歇, 准备下半年的飞跃

18年一季度收入同比增长4%, 但环比下跌8%至12.6亿元人民币, 超出市场共识1%, 毛利润/经营利润低于市场共识4%/4%。线上游戏收入环比下跌16%, 同比下跌23%至6.32亿元人民币, 是由于绝地求生类型游戏流行造成公司旗舰端游剑网3的用户流失, 导致MAU和APA下跌。但公司在3月16日举办了第三届剑网3大师赛, 参与者和观众数量创下新高, 借此维护和巩固了核心玩家。展望未来, 公司正准备在二季度末推出一款名为云裳羽衣的3D变装手游。管理层预计二季度整体收入将随之上升, 其中WPS的增长将抵消线上游戏的疲弱业绩。公司还计划在8月/9月初推出剑网2手游和剑网3手游, 将由腾讯(700 HK, 买入, 目标价: 557港元)发布。总的来说, 管理层对剑网3的游戏质量及市场反馈和剑网2及云裳羽衣依旧抱有信心。

WPS/云业务步入正轨, 将同比增长40%/60%

云服务: 18年一季度收入同比增长56%, 环比增长4%至4.19亿元人民币, 占总收入的33%, 受到了来自游戏云和视频云的需求上升推动。管理层此前给出的指引预计云业务将同比增长60%, 经营利润率将继续改善。

WPS: 18年一季度WPS和其他业务同比增长66%或环比下跌6%至2.12亿元人民币, 占总收入的17%。2C收入在2017年已经超过2B, 并且预计这一趋势将在2018年继续。一季度75%的收入来自增值服务, 25%来自企业和政府。增值服务收入实现了三位数的同比增长, 而政府方面增长约为10%。18年下半年的A股上市计划正在进行中。

维持买入评级, 目标价下调至 29.8 港元

由于游戏疲弱, 金山软件的股价在过去2个月经历了回调。我们维持买入评级, 下调目标价至29.8港元, 是由于我们将估值基期切换至19财年, 对游戏业务采用了12倍市盈率, WPS采用了35倍市盈率, 云业务6倍市销率。估值基期调整带来的影响绝大部分被盈利下调所抵消。

盈利预测及估值

人民币百万元	FY15	FY16	FY17	FY18E	FY19E
营业额	5,676	8,282	5,181	6,317	8,407
同比增长 (%)	69.4	45.9	(37.4)	21.9	33.1
核心盈利	760	1,286	1,255	1,100	1,562
同比增长 (%)	(7.0)	99.4	(2.4)	(12.3)	42.0
摊薄每股核心盈利 (港元)	0.73	1.23	1.09	0.94	1.29
市盈率 (x)	31.6	18.8	21.3	24.6	17.9
市净率 (x)	3.8	3.8	2.5	2.4	2.3
净资产收益率 (%)	5.9	(3.4)	32.1	8.4	10.3

注: 17、18及19年度预测已调整猎豹移动不并表。收盘价截至2018年5月23日

资料来源: 彭博、公司数据、招商证券(香港)预测

柯良蔚

马牧野

+852 3189 6392

+852 3189 6394

richardko@cmschina.com.hk

mattma@cmschina.com.hk

最新变动

盈利调整和目标价下调

买入

股价	HK\$23.10
12个月目标价 (上涨/下跌空间)	HK\$29.8 (+29%)
前次目标价	HK\$34

股价表现



资料来源: 贝格数据

%	1m	6m	12m
3888 HK	(7.3)	7.6	9.4
恒生指数	2.7	4.7	24.1

行业: TMT

恒生指数	30666
国企指数	12091

重要数据

52周股价区间(港元)	17.5-31.1
港股市值(十亿美元)	4.04
日均成交量(百万股)	10.35
18年摊薄每股盈利(港元)	1.29

主要股东

Lei, Jun	25.7%
TOPCLICK Holds. Ltd	7.9%
TCH SAFFRON Ltd	7.8%
总股数(百万股)	1374
自由流通量	55.3%

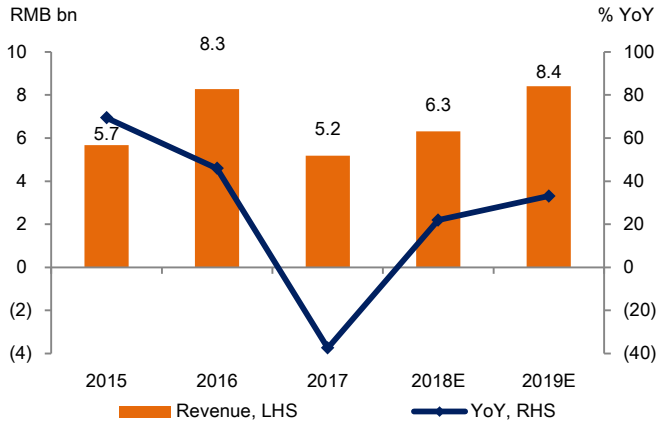
资料来源: 彭博、Capital IQ、公司资料

相关报告

- 金山软件 (3888 HK) - 准备又一重磅之年, WPS 上市步入正轨(买入) 2018/03/22
- Kingsoft (3888 HK) - Gaming enters Q3 low season, key mobile title delays to 2018 (BUY) 2017/08/24
- 金山软件 (3888 HK) - 一季度业绩: 游戏符合预期, 云业务仍然强劲 (买入) 2017/05/25
- 金山软件 (3888 HK) - 一季度业绩预览: 游戏业务平稳发展, 云业务增长成焦点(买入) 2017/05/10

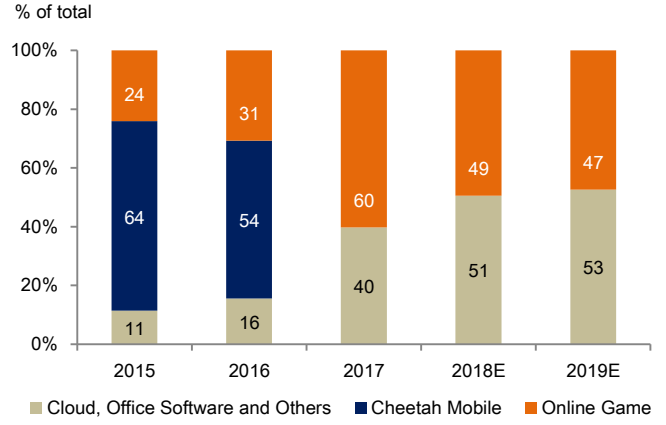
重点图表

图1: 总收入



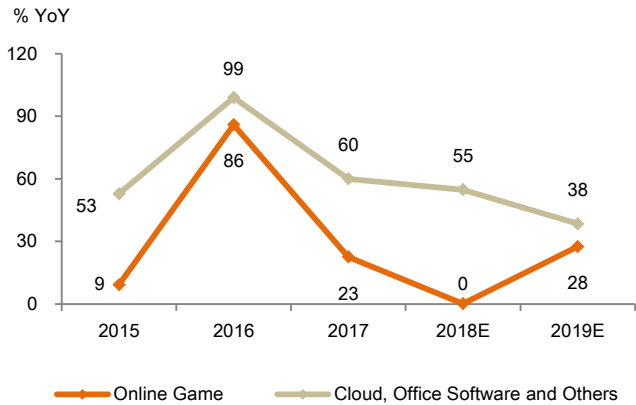
资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

图2: 分业务线收入构成



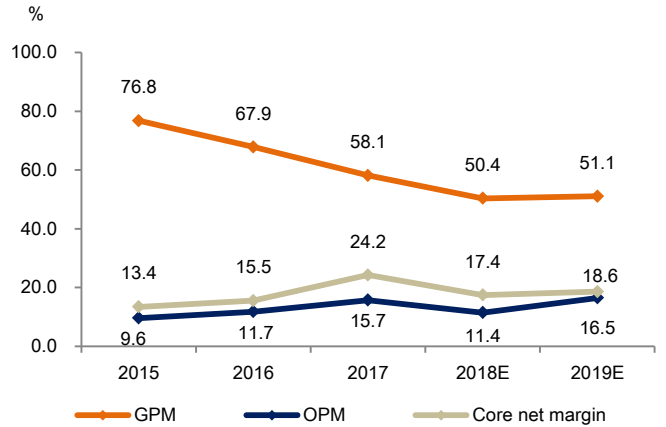
资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

图3: 分部门收入增长



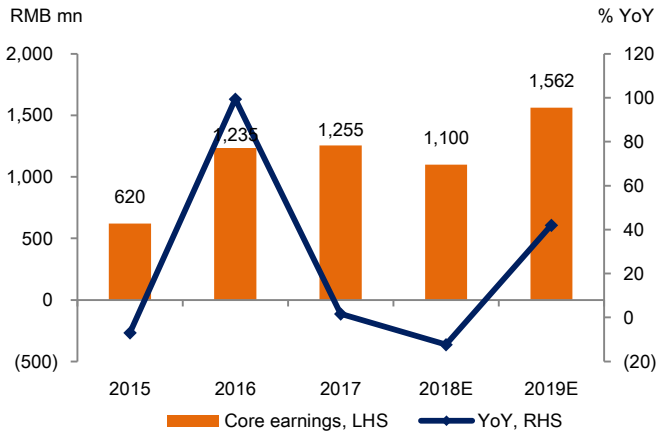
资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

图4: 利润率



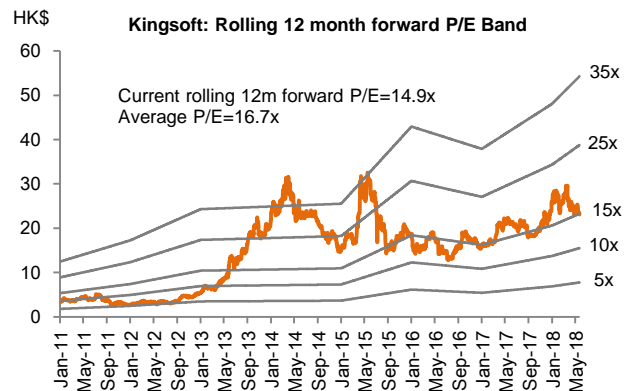
资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

图5: 核心盈利



注: 核心盈利是指除股份激励成本和其他损益之外的净利润
资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

图6: 市盈率区间



注: 收盘价截至2018年5月23日
资料来源: 彭博、公司资料、招商证券(香港)预测

财务预测表

资产负债表

人民币百万元	FY15	FY16	FY17	FY18E	FY19E
物业、厂房及设备	966	1,098	1,329	1,484	1,639
联营/合营公司投资	324	572	4,056	4,056	4,056
AVS 投资	2,276	1,256	1,357	1,357	1,357
现金及现金等价物	8,606	9,825	8,506	9,160	10,173
应收账款	966	1,774	1,168	1,579	2,102
其他	2,346	3,054	1,347	3,164	3,653
总资产	15,485	17,579	17,762	20,799	22,979
递延收入	450	585	629	656	656
借款	2,857	3,729	700	1,016	1,394
应付账款	185	560	179	314	411
其它应付款项	1,809	2,124	1,734	1,966	2,327
其它	272	579	1,967	3,303	3,303
总负债	5,574	7,577	5,209	7,255	8,092
股东权益总额	7,871	7,887	12,089	13,167	14,495
少数股东权益	2,041	2,115	464	378	393
总权益	9,911	10,002	12,553	13,544	14,888

现金流量表

人民币百万元	FY15	FY16	FY17	FY18E	FY19E
经营活动现金流	1,435	1,393	1,890	535	1,514
税前利润	542	(124)	912	1,177	1,756
折旧	188	313	359	477	602
股份补偿成本	356	361	305	142	168
运营资金变动	230	(321)	154	(913)	(553)
其它	119	1,164	160	(348)	(459)
投资活动现金流	(472)	(3,128)	(4,108)	(2,814)	(554)
资本开支	(629)	(613)	(668)	(632)	(757)
定期存款变动	1,813	(2,072)	(2,051)	(1,110)	0
其他	(1,655)	(443)	(1,390)	(1,073)	203
融资活动现金流	2,234	601	(266)	1,961	53
股息	(122)	(110)	(113)	(122)	(265)
借款净额	102	605	325	474	0
其它	2,253	106	(479)	1,609	318
净现金流	3,435	(853)	(2,740)	(456)	1,013

注：17、18及19年度预测已调整猎豹移动不并表。收盘价截至2018年5月23日

资料来源：彭博、公司数据、招商证券（香港）预测

利润表

人民币百万元	FY15	FY16	FY17	FY18E	FY19E
营业收入	5,676	8,282	5,181	6,317	8,407
营业成本	(1,319)	(2,662)	(2,169)	(3,136)	(4,115)
毛利润	4,357	5,620	3,012	3,181	4,292
销售和营销费用	(1,756)	(1,958)	(545)	(682)	(1,009)
一般管理和行政费用	(443)	(565)	(257)	(310)	(388)
研发费用	(1,348)	(1,840)	(1,446)	(1,431)	(1,428)
股份补偿成本	(356)	(361)	(235)	(142)	(168)
其他收入/费用	88	77	285	109	84
总营业费用	(3,814)	(4,647)	(2,198)	(2,457)	(2,908)
营业利润	543	973	814	723	1,384
其他收入/亏损	(74)	(1,190)	(156)	79	0
财务收入净额	116	59	83	143	143
联营/合营公司股份	(43)	34	172	232	230
税前收入	542	(124)	913	1,177	1,756
所得税	(201)	(168)	(134)	(205)	(316)
少数股东权益	(27)	(22)	95	(87)	15
终止业务利润	0	0	294	0	0
归属于股东净利润	369	(271)	3,203	1,059	1,424
核心盈利	760	1,286	1,255	1,100	1,562

主要财务比率

	FY15	FY16	FY17	FY18E	FY19E
年成长率					
营业收入	69	46	(37)	22	33
毛利润	58	29	(46)	6	35
经营利润	7	79	(16)	(11)	91
净利润	(52)	NA	NA	(67)	35
核心利润	(7)	99	(2)	(12)	42
摊薄每股核心盈利	(12)	109	(10)	(17)	36
主要比率					
净资产收益率	5.9	(3.4)	32.1	8.4	10.3
毛利率	76.8	67.9	58.1	50.4	51.1
经营利润率	9.6	11.7	15.7	11.4	16.5
净利率	6.5	(3.3)	61.8	16.8	16.9
核心净利率	13.4	15.5	24.2	17.4	18.6
股息支付率	29.2	NA	5.1	25.0	25.0

每股资料 and 估值 (人民币)

基本每股盈利	1.05	0.96	0.82	1.12	
摊薄每股盈利	0.59	1.05	0.95	0.79	1.08
摊薄每股盈利 (港元)	0.73	1.23	1.09	0.94	1.29
每股净资产	6.04	6.05	9.21	9.54	10.10
每股股息	0.08	0.09	0.09	0.19	0.25

估值

市盈率 (x)	31.6	18.8	21.3	24.6	17.9
市净率 (x)	3.8	3.8	2.5	2.4	2.3
股息率 (%)	0.43	0.43	0.48	1.00	1.28

投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
买入	预期股价在未来 12 个月上升 10%以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10%或以内
卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 10%以上

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法；(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

监管披露

有关重要披露事项，请参阅本公司网站之「披露」网页 <http://www.newone.com.hk/cms/hk/gb/disclosure.html> 或 <http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

免责声明

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照，并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营范围包括第1类(证券交易)、第2类(期货合约交易)、第4类(就证券提供意见)、第6类(就机构融资提供意见)和第9类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考，其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照，并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营范围包括第1类(证券交易)、第2类(期货合约交易)、第4类(就证券提供意见)、第6类(就机构融资提供意见)和第9类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考，其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。招商证券(香港)并非于美国登记的经纪自营商，除美国证券交易委员会的规则第15(a)-6条款所容许外，招商证券(香港)的产品及服务并不向美国人提供。

本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料，但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等，且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险，且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料，但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等，且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险，且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券(香港)所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券(香港)所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。

香港

招商证券(香港)有限公司
 香港中环交易广场一期 48 楼
 电话: +852 3189 6888
 传真: +852 3101 0828